



ישאל אמלט השקעות (1993) בע"מ

מעקב ו אפריל 2012

1

מחברת:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות
Liatk@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

ישאל אמלט השקעות (1993) בע"מ

| | | |
|-------------------|-----|-------------|
| אופק דירוג: שלילי | Ba2 | דירוג סדרות |
|-------------------|-----|-------------|

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג לאגרות החוב (סדרה ה') שהנפיקה ישאל אמלט השקעות (1993) ("ישאל" או "החברה"), מ-Ba1 ל-Ba2, תוך הותרת אופק הדירוג השלילי.

סדרות האג"ח הכלולות במעקב דירוג זה:

| יטרת שנות פירעון קרן האג"ח | ערך בספרים של יטרת האג"ח ליום 31/12/2011 (במיליוני ₪) | תנאי הצמדה | ריבית שנתית נקובה | מועד הנפקה מקורית | מס' ני"ע | סדרת אג"ח |
|----------------------------|---|------------|-------------------|-------------------|----------|-----------|
| 2012-2017 | 79.0 | מדד | 4.7% | 03/2007 | 1102854 | ה' |

(*) ביום 31/03/2012 פרעה החברה תשלום קרן אג"ח ה' בסך של כ-15.5 מיליון ₪ מתוך היתרות הנזילות.

שיקולים עיקריים לדירוג

בהמשך להורדות הדירוג שבוצעו החל מינואר 2011, הורדת הדירוג הנוכחית הנה עקב אי שיפור ברמת הנזילות והגמישות הפיננסית של החברה ועלייה ברמת המינוף.

במהלך שנת 2011 נחלשו תוצאות החברות המוחזקות: בנטל, אגם-תפן, הגליל תעשיות ואביגדור. במהלך שנת 2011 רשמה הקבוצה הפחתות חשבונאיות בגין ירידת ערך השקעות ונכסים אחרים בסך כולל של כ-55 מיליון ₪ ומתוך כך כ-35 מיליון ₪ לרבעון הרביעי לשנת 2011. עיקר הפחתות נרשמו בגין ירידת ערך ההשקעה באגם תפן. בדוחותיה הכספיים של החברה ליום 31.12.2011 הציבו רואי החשבון לראשונה הערת "עסק חיי", בעיקר עקב מעבר לגירעון בהון העצמי.

החל מרבעון שלישי 2010, החברה והחברות הבנות אינן עומדות באמות מידה פיננסיות למול המערכת הבנקאית. עיקר החוב כולל הלוואה בנקאית בסך של כ-193 מיליון ₪, אשר סך של כ-148 מיליון ₪ מתוכה לפירעון בחודש יוני 2013. החברה קיבלה וויתור מהבנק אשר פקע במרץ 2012. החברה פועלת מול הבנקים לקבלת ארכה לעמידה באמות המידה הפיננסיות ולפריסת הלוואה. להערכתנו, המהלכים המתקדמים לגיבוש הסדר חוב מול הבנקים בחברה האם קמן אחזקות, עליהן דיווחה קמן אחזקות לאחרונה, עשויים לתמוך גם בגיבוש הסדר חוב מול הבנקים בקבוצת ישאל. לצד זאת, עדיין קיימת אי-וודאות גבוהה בנושא זה.

במהלך שנת 2011, עקב מגמת התאוששות בשוק התעופה העולמי הציג מגזר התעופה, דרך האחזקה בקבוצת תאת, צמצום בפסד התפעולי בעיקר עקב גידול בהכנסות בפעילות ייצור מוצרי החלפת חום ושיפוץ מכלולים תעופתיים. בנוסף, תאת מציגה עלייה בצבר ההזמנות ונכון למרץ 2012, צבר ההזמנות לשנים 2012 ואילך מסתכם לסך של כ-210 מיליון ש"ח. עפ"י תחזיות, תאת צפויה להציג שיפור בפעילות בטווח הבינוני-הארוך.

רמת המינוף של החברה (סולו מורחב) הנמדדת דרך חוב פיננסי נטו לשווי נכסים עלתה בשנה החולפת והנה בטווח של 97% (בהתבסס על שווי אחזקות בספרים, זאת לעומת 83% במועד המעקב הקודם) ועד 144% (בהתבסס על שווי שוק

מותאם, זאת לעומת 96% במועד המעקב הקודם), זאת בעיקר עקב הפחתת השקעות בספרים והירידה החדה בשווי השוק של תאגידים תעשיות ותאגידים טכנולוגיות.

פירעון הלוואות לזמן ארוך במהלך שנת 2011 ובשנת 2012 עד כה, התבסס על מימוש נכסים הכולל את שני, פרנץ קאלף ו-אמפייר. להערכת מידרוג, היתרות הנזילות הקיימות כיום אינן מספקות את צרכיה השוטפים של החברה ושירות החוב נסמך על פריסת הלוואות בנקאיות ו/או מימוש נכסים.

להערכתנו, גמישותה הפיננסית של ישראל נתמכת בעיקר באחזקה בפינקלשטיין (84%) - חברה רווחית ותזרימית. כמו כן בקופתה של תאגידים תעשיות יתרת מזומנים משמעותית. בחודש פברואר 2012, דווחה החברה על תחילת תהליך רה-ארגון הכולל את רכישת פעילות המתכות של ישראל על ידי חברת תאגידים. לטענת החברה, המיזוג צפוי לתרום לעסקי החברה ולאיתנותה הפיננסית בין היתר בשל היתרונות הגלומים בסינרגיה הניהולית והתפעולית. מקור נוסף קיים לחברה באמצעות ההסכם עם המשביר לצרכן, המקנה לישראל זכות למכירת אחזקתה (31.67%) בניופארם. יש לציין עם זאת כי ההסכם מורכב וכולל גם אפשרות של תשלום התמורה במניות המשביר לצרכן.

יתר המוחזקות מאופיינות בפרופיל עסקי ופיננסי חלש יותר, גורם המקשה על מימוש הנכסים.

תחזית הדירוג השלילית נותרת נוכח הנזילות החלשה והגמישות הפיננסית הנמוכה. הרעה בפרמטרים אלו תוביל להורדה נוספת בדירוג. שיפור שיתמוך במידה משמעותית ברמת הנזילות של החברה עשוי להוביל לשיפור הדירוג.

ישראל: נתונים פיננסיים עיקריים, סולו מורחב (מיליוני ש"ח) (*)

| 31/12/2008 | 31/12/2009 | 31/12/2010 | 31/12/2011 | |
|------------|------------|------------|------------|--------------------------------|
| 399 | 403 | 423 | 361 | חוב פיננסי ** |
| 64 | 29 | 26 | 33 | מזומנים ושוי מזומנים |
| 335 | 374 | 397 | 328 | חוב פיננסי נטו |
| 559 | 539 | 456 | 356 | שווי אחזקות בספרים |
| 176 | 152 | 45 | (17) | הון עצמי המיוחס לחברה |
| 59% | 69% | 90% | 97% | חוב פיננסי נטו/שווי אחזקות *** |

(*) נתוני סולו מורחב הנם נתונים פנימיים שהתקבלו מהחברה. נתוני סולו מורחב כוללים את נתוני החברה והחברה הבת קמן תעשיות בע"מ. (***) כולל הלוואה מבעל שליטה בסך של כ- 8,000 אלפי ש"ח, אשר נתקבלה במהלך שנת 2010. (***) לצורך חישוב חוב פיננסי נטו/שווי אחזקות התווסף ליתרת החוב לשנים 2010-2011 סכום של כ- 11,000 אלפי ש"ח ערבות אשר ניתנה ע"י ישראל לחברת הבת קמן נדל"ן.

אופק הדירוג

גורמים שיכולים להוביל להעלאת אופק הדירוג:

- שיפור ברמת הנזילות והגמישות הפיננסית, לרבות עמידה באמות מידה פיננסיות במרווח מספק

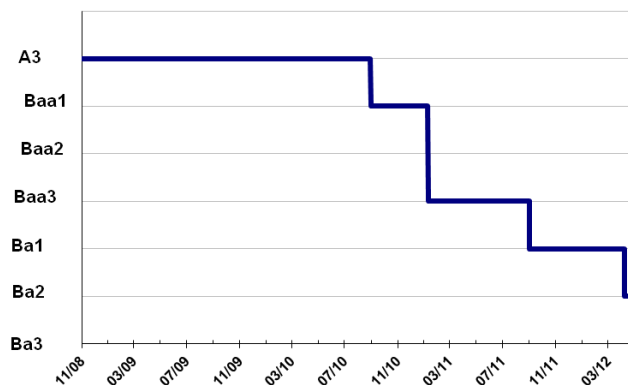
גורמים אשר עשויים להוביל להורדת הדירוג:

- פגיעה נוספת ברמת הנזילות והגמישות הפיננסית של החברה
- חלוקת דיבידנד שתפגע ביחסי האיתנות של החברה

אודות החברה

ישאל אמלט השקעות (1993) בע"מ ("ישאל" או "החברה") עוסקת ישירות ובאמצעות חברות בנות בהשקעה בתחומי התעשייה, הקמעונאות, התעופה והנדל"ן. ישאל מחזיקה כ- 94% בחברת קמן תעשיות בע"מ אשר מחזיקה במגזר התעופה דרך האחזקה בתאת תעשיות (79%) ובתאת טכנולוגיות ובמגזר המתכות דרך האחזקה באביגדור תעשיות (80%), הגליל (100%) אגם תפן (100%) ומתכות פינקלשטיין (84%). בעלת המניות העיקרית בישאל הנה קמן אחזקות אשר מחזיקה בכ- 82% ממניות החברה, יתר המניות מוחזקות על ידי משקיעים מוסדיים והציבור. קמן הינה חברת אחזקות, שמניותיה נסחרות בבורסה לני"ע בתל אביב ונשלטת על ידי מר רון אלרואי, המחזיק כ-60% ממניותיה. האחזקות המהותיות של ישאל למועד דוח זה הינן: מתכות פינקלשטיין בע"מ ("פינקלשטיין"), חברה פרטית, המחזיקת בשיעור של כ-84% על ידי קמן תעשיות ועוסקת בייצור מוצרים חצי מוגמרים מסגסוגות נחושת ושיוקם לענפי תעשייה בישראל ובח"ל. קמן תעשיות מחזיקה בכ-79% מהון המניות של ת.א.ת. תעשיות בע"מ, העוסקת בעצמה ובאמצעות החברה הבת, ת.א.ת. טכנולוגיות בע"מ וחברות הבת שלה, לימקו-פידמונט ובנטל תעשיות בע"מ, בשלושה תחומי פעילות עיקריים: תחום מוצרי החלפת חום ואביזרים תעופתיים, תחום מערכות הינע חשמליות ומתן שירותי תחזוקה, ותחום תיקון ושיפוץ של מכלולים תעופתיים, המותקנים בעיקר בכלי טיס אזרחיים. בנוסף לחברה אחזקה בניו-פארם (31.67%). לחברה הסכם עם המשביר לצרכן המקנה לישראל זכות למכירת אחזקתה בניו-פארם בטווח הקצר-הבינוני. יו"ר הדירקטוריון של החברה הנו מר עמוס ספיר. מנכ"לית החברה החל משנת 2010 הינה גב' רגינה אונגר. במהלך החציין הראשון של שנת 2011, מימשה החברה את אחזקותיה בחברות: שנפ, פראנץ קאלף ואמפייר.

היסטוריית הדירוג



דוחות קשורים

- ישאל אמלט (השקעות) בע"מ - מעקב (ספטמבר 2011)
- ישאל אמלט (השקעות) בע"מ - מעקב (ינואר 2011)
- מתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה - דוח מיוחד (דצמבר 2011)

תאריך הדוח: 19.04.2012

מונחים פיננסיים עיקריים

| | |
|--|---|
| הוצאות מימון מדוח רווח והפסד. | הוצאות ריבית Interest |
| הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים. | הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest |
| רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים. | רווח תפעולי EBIT |
| רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים. | רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA |
| רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים. | רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA |
| רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים. | רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR |
| סך נכסי החברה במאזן. | נכסים Assets |
| חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית. | חוב פיננסי Debt |
| חוב פיננסי - מזומן ושוי מזומן - השקעות לזמן קצר. | חוב פיננסי נטו Net Debt |
| חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן. | בסיס ההון Capitalization (CAP) |
| השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים. | השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex) |
| תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים. | מקורות מפעילות* Funds From Operation (FFO) |
| תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים. | תזרים מזומנים מפעילות שוטפת* Cash Flow from Operation (CFO) |
| מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות. | תזרים מזומנים פנוי* Retained Cash Flow (RCF) |
| תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים. | תזרים מזומנים חופשי* Free Cash Flow (FCF) |

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

| | | |
|--|-----|-----------------------|
| התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי. | Aaa | דרגת השקעה |
| התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד. | Aa | |
| התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך. | A | |
| התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים. | Baa | |
| התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי. | Ba | דרגת השקעה ספקולטיבית |
| התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה. | B | |
| התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד. | Caa | |
| התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית. | Ca | |
| התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית. | C | |

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2012.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.